



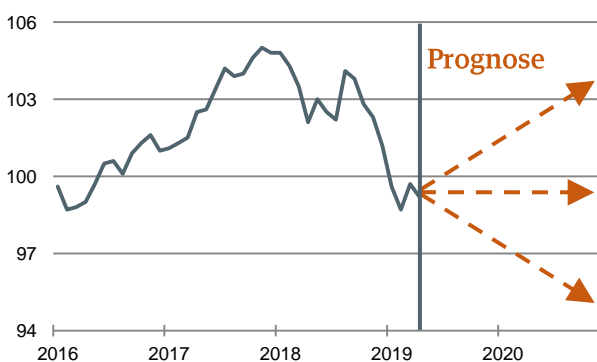
Dr. Martin W. Hüfner  
Chief Economist

- Der konjunkturelle Abschwung hat sich zuletzt verlangsamt. Noch ist er aber nicht vorbei.
- Warum sowohl eine Rezession als auch ein neuer Aufschwung aus heutiger Sicht unwahrscheinlich sind.
- Am plausibelsten erscheint derzeit ein konjunkturelles "L" mit einer längeren Phase niedrigen Wachstums.

Wie geht es mit der Konjunktur weiter? Zuletzt gab es rund um den Globus Anzeichen, dass sich der Abschwung verlangsamen würde. Sowohl in China als auch in den USA und in Europa war das Wachstum im ersten Quartal überraschend hoch. Die Talfahrt der Wirtschaft hat offenbar eine Pause eingelegt. Es wäre jedoch zu früh, dem Abschwung endgültig "goodbye" zu sagen. Was kann passieren?

Grundsätzlich gibt es drei Möglichkeiten. Erstens kann der Abschwung wieder Fahrt aufnehmen. In dieser Woche hat der Konjunkturindikator des ZEW wieder nach unten gedreht. Es geht dann in Richtung Rezession. Das reale BIP schrumpft (im Jahr 2009 verringerte es sich am Tiefpunkt um fast 8 %). Die Arbeitslosigkeit steigt. An den Finanzmärkten kommt es zu größeren Verwerfungen. Geld- und Finanzpolitik werden alles tun, um das Schlimmste zu verhindern.

SZENARIOEN DER KONJUNKTUR  
ifo-Index



Quelle: ifo

Das ist es, was die "ewigen Pessimisten" im Kopf haben. Sie meinen, der Aufschwung habe schon viel zu lange gedauert. Die Bewertungen an den Finanzmärkten seien überzogen. Überall gebe es Blasen. Die Verschuldung der Staaten und der Unternehmen sei auf Dauer nicht mehr tragfähig. Das fordere eine Korrektur. Es gäbe also noch einmal eine große Finanzkrise wie 2008/2009.

Andererseits gibt es außer dem unguuten Bauchgefühl einiger Investoren keine konkreten Hinweise, dass ein sol-

ches Szenario zwingend oder auch nur wahrscheinlich ist. Das Finanzsystem ist heute risikobewusster und besser mit Kapital ausgestattet. Viele Unternehmen haben Strukturverbesserungen eingeleitet. Der Arbeitsmarkt ist stabil. In der Geschichte hat es noch nie zwei große Finanzkrisen so kurz hintereinander gegeben.

»Japan [...] ist kein sterbendes Land geworden.«

Die zweite Möglichkeit ist, dass der Abschwung im Laufe des Jahres in einen Aufschwung dreht. Die wirtschaftliche Dynamik nimmt wieder zu. Das ist es, was die meisten professionellen Prognostiker derzeit annehmen. Der IWF beispielsweise geht davon aus, dass sich das Wachstum des realen BIPs der Welt 2020 von 3,3 % auf 3,6 % beschleunigt. Ähnlich der deutsche Sachverständigenrat, die Gemeinschaftsprognose der wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsinstitute, die Bundesregierung, die EZB oder die OECD. Die Sachverständigen rechnen damit, dass sich das Wachstum im Euroraum von 1,2 % auf 1,4 % erhöht, in Deutschland von 0,8 % auf 1,3 %.

Die Gründe, die für eine wieder bessere Wirtschaftsentwicklung im kommenden Jahr sprechen, sind allerdings nicht sehr überzeugend. Da wird auf zyklische Gesetzmäßigkeiten verwiesen, nach denen nach einem Abschwung stets ein Aufschwung folgt. Da wird gesagt, dass die Handelsrestriktionen wieder abgebaut werden könnten. Die Situation in Lateinamerika, Russland und im Nahen Osten wird sich verbessern. Andererseits wird sich die Lage in den USA und in Japan eher verschlechtern.

Als kritischer Beobachter hat man den Eindruck, dass bei vielen dieser Vorhersagen der Wunsch der Vater des Gedankens ist, nicht der ökonomische Verstand.

Bleibt die dritte Möglichkeit: Der Abschwung kommt zum Ende. Es gibt aber keine Rezession. Es folgt auch kein wirklicher Aufschwung. Vielmehr folgt eine Seitwärtsbewegung. Das Ergebnis ist nicht das bekannte "U", sondern

ein "L". Das ist ein Fall, der derzeit, wenn ich es recht sehe, eher weniger diskutiert wird. Er ist aus meiner Sicht aber nicht unplausibel.

Tatsächlich fehlt es an Kräften, die die Wirtschaft wieder nach oben ziehen. Die Finanzpolitik ist zwar expansiv, aber eher nur halbherzig. Größere Konjunktur- oder Investitionsprogramme gibt es nicht. Auch die Geldpolitik ist zögerlich. Die EZB stellt etwas mehr Liquidität zur Verfügung und verschiebt die angekündigten Zinserhöhungen nach hinten. Ein Ruck wird dadurch nicht durch die Wirtschaft und die Finanzmärkte gehen. Andererseits werden die Handelsrestriktionen und die politischen Spannungen in der Welt nicht so "mir nichts dir nichts" verschwinden und wir kommen wieder in eine heile Welt.

Das konjunkturelle "L" muss nicht ewig anhalten. Es wird in den einzelnen Ländern auch unterschiedlich ausgeprägt sein. Für Deutschland, Italien und zum Teil Frankreich wird es zu einem Japan-Szenario kommen. Das Wachstum wird niedrig sein, vielleicht um die 1 % p. a. Die Inflation wird sich unterhalb des Stabilitätsziels von 2 % bewegen. In Deutschland wird es wieder öffentliche Defizite geben. In anderen Ländern werden die Fehlbeträge über die Maas-tricht-Grenze von 3 % des BIPs steigen. Die langfristigen

Zinsen bleiben nominal bei Null und real (also abzüglich der Preissteigerung) negativ.

In anderen Ländern der Eurozone wie Österreich, Spanien oder den Niederlanden wird es nicht so schlimm kommen. Vor allem ist das Wachstum dort höher. Im Euroraum gibt es Spannungen, weil diese Länder eigentlich höhere Zinsen vertragen könnten.

## Für den Anleger

Ein Japan-Szenario klingt auf den ersten Blick bedrohlich. So etwas will in Europa niemand haben. Andererseits hat das fernöstliche Land seit fast 30 Jahren damit gelebt, und es ist ihm in dieser Zeit nicht schlecht gegangen. Es ist kein sterbendes Land geworden. Bei Bonds kann man unter diesen Verhältnissen mit Trading oder mit Investitionen in schlechter geratete Papiere Geld verdienen. Der japanische Aktienmarkt hat sich lange Zeit mit den neuen Gegebenheiten schwer getan. In den letzten zehn Jahren ist er jedoch stärker gestiegen als etwa der DAX (Kursindex). Anleger brauchen vor einer Japanisierung keine Angst zu haben.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemittelung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.